



SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

ANFÖRANDE

DATUM: 2007-04-24
TALARE: Riksbankschef Stefan Ingves
PLATS: Nationalekonomiska föreningen, Stockholm

■ Kommunikation – vilka krav ställs på en självständig centralbank?

Inledning

Jag vill börja med att tacka för inbjudan att komma hit till Nationalekonomiska föreningen. Det har blivit en återkommande och angenäm uppgift för riksbankschefen att diskutera Riksbankens verksamhet i den här kvalificerade församlingen.

Sedan jag var här för ett år sedan har en hel del hänt på det penningpolitiska området. Vi på Riksbanken har bland annat gjort en del förändringar för att göra vår kommunikation tydligare. Vi har ersatt den tidigare inflationsrapporten med en penningpolitisk rapport. Med namnbytet vill vi signalera att rapporten nu innehåller en beskrivning av de överväganden vi gjort när vi fattat vårt räntebeslut. En annan nyhet är att vi nu har börjat presentera den prognos för reporäntan som vi bedömer ge en väl avvägd penningpolitik framöver.

Att vårt sätt att arbeta ändras över tiden är inte speciellt konstigt. Vi försöker alltid förbättra och utveckla våra metoder. Penningpolitik är när allt kommer omkring också i mycket en läroprocess. Det handlar dels om att vi själva efter hand upptäcker brister i vårt sätt att arbeta och försöker åtgärda dem. Men det handlar också om att vi lever i en föränderlig värld, där vi måste anpassa oss i takt med att kraven på vår verksamhet ändras – krav som kan komma från olika håll.

Mitt tema idag är just att en modern, självständig centralbank behöver ta flera hänsyn i sitt penningpolitiska arbete, inte minst i sin kommunikation. Det är framförallt två aspekter som vi hela tiden måste väga in. Den första är att vi har ett myndighetsansvar gentemot det svenska folket och dess politiska representanter. Den andra är att vi måste kommunicera och interagera med de finansiella marknaderna när vi genomför penningpolitiken.

Jag tänkte ägna huvuddelen av mitt anförande åt att belysa några olika aspekter på vilka krav som ställs på oss. De områden jag tänkte tala om är *transparens*, *signalering* och *den framtida räntebanan*. Det finns inga vattentäta skott mellan de här områdena. Hur vi ser på den framtida räntebanan är till exempel en del av vår signalering, och kvaliteten på vår signalering har i sin tur betydelse för hur transparenta vi är. Transparens är i sig en del av vår myndighetsroll. Men jag

tycker ändå att det finns en poäng med att diskutera dem under separata rubriker.

Myndighetsrollen och samspelet med marknaden

Låt mig innan jag gör det säga ett par ord till om vår myndighetsroll och vårt samspel med marknaden. Jag tänkte börja med den senare aspekten. För penningpolitiken är samspelet mellan Riksbanken och marknaden av central betydelse. Det handlar om ett ömsesidigt beroende. Riksbanken ska till exempel tillhandahålla ett effektivt betalningssystem – en finansiell infrastruktur. Vi övervakar också stabiliteten i systemet. Dessutom svarar vi för försörjningen av sedlar och mynt. Men samtidigt är vi beroende av de finansiella marknaderna för att genomföra penningpolitiska åtgärder.

Spelreglerna för vår interaktion med de finansiella marknaderna har ändrats ganska mycket de senaste 25 åren. De mest dramatiska förändringarna ägde rum i samband med avregleringen av kredit- och valutamarknaderna som inleddes under 1980-talet. Avregleringen har bidragit till en effektivare prissättning som bättre speglar efterfråge- och utbudsförhållandena. Effektiviteten på de finansiella marknaderna har stor betydelse för penningpolitikens genomslag via den så kallade transmissionsmekanismen.

Genomslaget av vår politik beror också på hur väl vi lyckas kommunicera våra intentioner till marknaden. Ju öppnare och tydligare vi är desto större är möjligheten att påverka räntebildningen på det sätt vi önskar, inte bara på kort sikt utan över en del av den så kallade avkastningskurvan. Det ställer vissa krav på vårt agerande.

Också den andra aspekten – att vi är en myndighet med ansvar gentemot allmänheten och de folkvalda – ställer en del krav. Myndighetsrollen innebär att vi befinner oss i slutet av en delegeringskedja. Folket har valt en riksdag som lagstiftat om Riksbankens mål och utsett riksbanksfullmäktige. Fullmäktige tillsätter i sin tur den direktionsstyrelsen med sex ledamöter som ska fatta de penningpolitiska besluten.

En sådan här delegering kan vara ändamålsenlig när politiska beslut riskerar leda till alltför kortsiktiga tidshorisonter. Det problemet hanteras i penningpolitiken genom att Riksbanken fått en hög grad av självständighet och ett tydligt lagfäst uppdrag. Delegering kan också vara lämplig om det rör sig om en tekniskt komplicerad verksamhet. Dit hör penningpolitiken. Det finns också många andra myndigheter, till exempel kärnkraftsinspektionen och luftfartsstyrelsen, som ansvarar för tekniska frågor av stor betydelse för samhället. De flesta anser nog att till exempel landningsbanans längd på en flygplats eller utformningen av kylsystemet i ett kärnkraftverk bör avgöras av experter och inte genom politiska omröstningar.

En del av de krav som ställs på oss utifrån vår roll som myndighet är ganska uppenbara. Vi ska till exempel efter bästa förmåga försöka uppfylla det mål om prisstabilitet som vi fått oss tilldelat. Vi måste också på ett bra sätt kunna förklara för allmänheten varför vi agerar på det ena eller andra sättet. Det är särskilt viktigt eftersom Riksbanken har en hög grad av självständighet. Av självständigheten följer ju att det ska gå att utvärdera hur vi skött oss. Och för att detta ska vara möjligt krävs att vi är öppna och tydliga i det vi gör.

Men myndighetsansvaret ställer också en del andra krav på vårt agerande som kanske inte är lika självklara. Det gäller till exempel formerna för hur vi fattar våra

■ räntebeslut och hur vi förmedlar våra penningpolitiska intentioner. Det senare brukar kallas "signalering" på centralbanksspråk. Jag kommer att återkomma till det.

Transparens – att vara öppen och tydlig

Det var länge vanligt att centralbanker skulle vara hemlighetsfulla och lite mystiska. Ett exempel, som idag kan låta ganska märkligt, är att Federal Reserve, den amerikanska centralbanken, inte förrän 1994 började offentliggöra ens de ränteförändringar man hade beslutat om.¹

Men under de senaste femton åren har centralbankerna generellt blivit alltmer öppna och tydliga med vad de gör och hur de tänker. Det gäller både i inflationsmålsländer som Sverige och i länder som inte har preciserat ett siffersatt mål, till exempel USA.

Demokratiska skäl för transparens...

Den ökade öppenheten och tydligheten, eller transparensen som man brukar kalla det, har flera orsaker. Den viktigaste är förmodligen att centralbankerna har blivit mer självständiga i förhållande till det politiska systemet. Som jag konstaterade inledningsvis är det allmänheten som, via det politiska systemet, är centralbankens yttersta uppdragsgivare. I takt med att centralbankerna blev självständiga blev det mer angeläget att allmänheten hade insyn i verksamheten. Det var helt enkelt inte förenligt med god demokratisk tradition att en myndighet som tilldelats en hög grad av självständighet skulle fortsätta vara sluten och hemlig. En ökad transparens var ett sätt att skapa legitimitet hos allmänheten för den nya ordningen.

...och effektivitetsskäl

Men det finns inte bara politiska skäl till varför centralbankerna blivit mer öppna och tydliga. En annan förklaring är att många centralbanker sett en ökad transparens som ett sätt att lättare uppnå sina mål och göra penningpolitiken effektivare. Det gäller inte minst i de länder som börjat tillämpa inflationsmålspolitik. Man skulle kunna kalla det för ett ekonomiskt argument för transparens. Det hänger dels samman med att om penningpolitiken är transparent så blir det lättare för ekonomins aktörer att förvissa sig om att de räntebeslut som fattas verkligen syftar till att uppnå låg och stabil inflation. Öppenhet och tydlighet kan därmed bidra till ökad trovärdighet och förankra förväntningarna kring målet. Det var ett viktigt skäl till varför Riksbanken tidigt under den nya inflationsmålregimen började publicera sina prognoser och annat beslutsunderlag. Jag är övertygad om att vi inte hade kunnat bygga upp förtroendet för prisstabilitetsmålet så snabbt som skedde om vi inte hade varit så öppna som vi var kring vårt arbete och våra beslut.

Det ekonomiska argumentet för transparens hänger också samman med att öppenhet och tydlighet idag anses vara en viktig del av själva penningpolitiken. Enligt ekonomisk teori finns det ett samband mellan räntor med olika löptider. Förväntningar om de korta räntorna, som centralbanken styr, är viktiga för de långa räntorna. Genom att påverka förväntningarna om de korta räntorna kan därför

en centralbank *indirekt* påverka även räntor med längre löptider. Med ett större inflytande över hela räntebildningen i ekonomin – avkastningskurvan – höjs penningpolitikens verkningsgrad. Det här brukar ibland kallas att man bedriver penningpolitik genom "management of expectations". Penningpolitik handlar i hög grad om att påverka förväntningar. Och det bästa sättet att göra det är tillhanda-hålla god information.

Det mest uppenbara sättet för en centralbank att påverka förväntningarna om politiken är att presentera den bana för den framtida styrräntan som banken själv bedömer var den mest rimliga. Det var också vad Riksbanken började göra från och med den första penningpolitiska rapporten i år. Jag kommer att ägna lite mer tid åt det strax.

Låt mig ta upp ett sista argument för transparens som jag inte tror ska underskattas. Det är att vi genom att vara öppna och tydliga utåt också blir bättre i vår analys innanför Riksbankens väggar. Eftersom transparensen gör det lättare att utvärdera hur väl penningpolitiken fungerar ökar den helt enkelt incitamenten för oss att göra ett bra jobb.

Invändningarna övertygar inte

Men alla är inte överens om att transparens är en odelad välsignelse. Det finns akademisk forskning om för- och nackdelar med transparens. Ett uppmärksammat teoretiskt resultat från den här forskningen är att mer offentlig information från centralbanker och andra myndigheter i vissa fall kan vara någonting negativt.² Men det resultatet bygger på att den offentliga informationen är av låg kvalitet. Om ekonomins aktörer fäster större vikt vid dålig offentlig information än vid sin egen bättre privata information, uppstår förluster för samhället i stort. Men det förutsätter att den offentliga informationen är *väsentligt* mycket sämre än aktörernas egen information – ett antagande som knappast håller i praktiken.³ Ett rimligare antagande, i varje fall när det gäller centralbanker och penningpolitik, är att offentlig information inte är sämre än de bedömningar som görs av privata aktörer. Centralbanker lägger förmodligen ner mer resurser än någon annan enskild aktör på att studera ekonomin, bedöma det ekonomiska läget och göra prognoser. Centralbanker vet också rimligen mer om sina egna intentioner än någon annan aktör.

Det är alltså möjligt att konstruera teoretiska fall där en lägre grad av transparens är att föredra framför en högre. Men sammantaget tycks ändå forskningen ganska tydligt peka på att en hög grad av transparens är något man bör eftersträva. Det är en slutsats som det är lätt att hålla med om. Här, menar jag, har också myndighetskraven i en demokrati stor betydelse. Sedan tror jag att det i praktiken finns gränser för hur transparent en centralbank kan vara. I vissa avseenden är det helt enkelt svårt att vara öppen och tydlig. Det gäller till exempel hur stor vikt centralbanken lägger vid stabilisering av den reala ekonomin relativt stabilisering av inflationen. I teoretiska modeller brukar detta representeras av en speciell parameter i centralbankens så kallade målfunktion. Men att sätta ett värde på den parametern som sedan offentliggörs är förmodligen i praktiken mycket svårt. Steget mellan teori och praktik är nog i detta fall helt enkelt alltför stort, åtminstone för närvarande.

■ Räntebanan

En viktig del av transparensen har att göra med centralbankens kommunikation av sina penningpolitiska intentioner. Så, hur öppen och tydlig bör en centralbank vara om sin egen bedömning av den framtida styrräntan? Jag skulle vilja svara "så öppen och tydlig som möjligt". Och så tycker jag att vi arbetar på Riksbanken idag. Men vägen till det ställningstagandet har varit en ganska lång process som över tiden kantats av olika krav och överväganden.

När det gäller antaganden om den framtida styrräntan arbetar centralbanker med tre olika ansatser. Den första är att styrräntan är oförändrad under prognosperioden. Enligt den andra antas styrräntan istället följa marknadens förväntningar. Den tredje ansatsen innebär att centralbanken utgår från sin egen prognos för styrräntans utveckling.^{4, 5} Riksbanken har gått från den första av de tre ansatserna, via den andra, till att nu publicera och bygga prognoserna på vår egen syn på vad vi anser vara en rimlig ränteutveckling framöver.

Varför tog vi det här steget och varför gjorde vi det först i år? Ja, det enklaste svaret är kanske att "var sak har sin tid". En lösning som vid en viss tidpunkt mycket väl svarar upp mot de krav som ställs på oss kanske inte fungerar alls när förhållandena ändras. Och vår omvärldssituation är ju som bekant allt annat än statisk. Sedan finns det också ett mått av "learning by doing" i detta.

Från oförändrad reporänta...

Fram till oktober 2005 gjordes våra inflationsprognoser under antagandet att styrräntan inte ändrades under prognosperioden. Fördelen med den metoden var att den på ett enkelt sätt illustrerade när det fanns skäl att ändra räntan. Om inflationen enligt prognoserna bedömdes bli lägre än två procent på två års sikt var det en signal om att räntan behövde sänkas. Om den var högre behövde räntan normalt höjas.

Regeln var enkel att förstå och på det sättet ett bra pedagogiskt redskap. Den egenskapen var särskilt viktig just när regeln infördes. Det gällde att vinna tillbaka penningpolitikens trovärdighet och förankra inflationsförväntningarna kring det nya målet på två procent. För att lyckas med det var det nödvändigt att hushåll, företag och de finansiella marknaderna förstod motiven bakom de penningpolitiska besluten. Där spelade den enkla regeln förmodligen en viktig roll.

Men det fanns också betydande nackdelar. Att styrräntan kommer att vara oförändrad ett par år framåt är till exempel i normala fall inte ett särskilt realistiskt scenario. Därför var det svårt att göra prognoser som hängde väl samman i alla sina delar. Antagandet gjorde det också svårt att utvärdera våra prognoser och att jämföra dem med andra prognosmakares.

Efter hand visade det sig också att regeln ibland kunde vara ett hinder i vår kommunikation. Det aktuella räntebeslutet och inflationsprognosen på exakt två års sikt fick alltför stort fokus. Däremot fick varken allmänheten eller de finansiella marknaderna någon tydlig vägledning om hur vi såg på ränteutvecklingen längre fram. I takt med att vår trovärdighet ökade fick vi gradvis mer utrymme att bedriva en mer flexibel penningpolitik. Med det ökade också behovet av att visa att det är hela det förväntade förloppet för inflationen och den reala ekonomin några år framöver som spelar roll för de penningpolitiska besluten, inte bara nivåerna

■ vid tvåårshorisonten. Och det är inte bara dagens räntenivå som bör vara i fokus, utan också förväntningarna om kommande ränteförändringar.⁶

...till marknadens förväntningar...

De flesta av de här problemen lämnade vi bakom oss när vi i oktober 2005 istället började göra prognoser baserade på marknadens förväntningar om styrräntans utveckling. Jämfört med att anta oförändrad reporänta ger marknadsaktörernas förväntningar i normala fall en mer realistisk prognos. På så sätt underlättades inte minst möjligheterna till utvärdering.

Men också ett antagande om att styrräntan utvecklas enligt förväntningarna på de finansiella marknaderna har nackdelar. Det gäller kanske framförallt svårigheter med kommunikationen kring räntebanan när marknadsaktörernas bedömningar skiljer sig kraftigt från Riksbankens. Ett annat problem som kan leda till otydlighet i kommunikationen är hur marknadens förväntningar om styrräntans utveckling faktiskt bör mätas. Det kan vara svårt att uppskatta och justera för olika premier – den ersättning för skillnader mellan värdepapper vad gäller löptid, kreditrisk och grad av likviditet en investerare kräver. Det finns också olika sätt att göra det.

...till vår egen räntebana

De här problemen försvann eller mildrades åtminstone kraftigt när vi valde att presentera en egen prognos för styrräntans utveckling. Ett viktigt skäl till att det nya ränteantagandet infördes är att det ska bli lättare att förstå motiven till våra beslut. På så sätt skapas bättre möjligheter att utvärdera penningpolitiken. Det ger därmed goda förutsättningar för ansvarsutkrävande och legitimitet åt en självständig centralbank som Riksbanken. För att återknyta till det jag talat om tidigare här ikväll – jag tror att vi med den nya ordningen bättre lever upp till de krav på öppenhet och tydlighet som ställs på oss i vår interaktion med allmänheten och de finansiella marknaderna.

Som jag tidigare nämnt är det nog svårt för en centralbank att vara mycket tydligare än så här när det gäller vad man anser vara en väl avvägd penningpolitik framöver. Vi får ett ännu bättre verktyg för att påverka förväntningarna hos hushåll, företag och aktörerna på de finansiella marknaderna. Det är en förutsättning för att penningpolitiken ska fungera väl.

En aspekt som kanske inte uppmärksammats så mycket är just att det blivit enklare för hushåll som planerar sin privatekonomi att bilda sig en uppfattning om vart räntan är på väg. Förut var många förmodligen helt hänvisade till finansiella rådgivare för att få grepp om hur Riksbanken kunde väntas se på styrräntans utveckling ett par år framöver. Nu finns den informationen tillgänglig i vår penningpolitiska rapport. Rent allmänt kan konstateras att många, inte minst på de finansiella marknaderna, lägger ned en hel del möda på att göra prognoser för reporäntan. Om vi kan bidra till att minska osäkerheten om hur vi själva ser på framtiden så borde det vara något positivt för alla.

■ *Hanterbara svårigheter*

Men givetvis finns det också en del svårigheter som måste hanteras när en centralbank presenterar sin egen prognos för räntebanan. Riksbankens penningpolitiska beslut fattas som bekant av en direktionsgrupp som består av sex personer. Visserligen fattar vi bara beslut om den nivå på reporäntan som ska gälla fram till nästa beslutstillfälle. Men vi måste också enas om vad vi tycker är en rimlig utveckling för reporäntan under hela prognosperioden. Det kan förstås komma tillfällen då direktionsmedlemmarna har olika uppfattningar. Ledamöterna skulle till exempel kunna vara oense om hur snabbt inflationen bör återföras till målet efter en störning. En sådan beslutssituation kan vara komplicerad. Men vi har när allt kommer omkring även tidigare lyckats enas om räntebudskap som innehållit information om våra framtida avsikter.

Även andra argument har framförts mot att publicera en egen prognos över styrräntans utveckling. Ett är att det skulle kunna försämra vår trovärdighet och försvåra kommunikationen med allmänheten och de finansiella marknaderna. Anta att centralbanken först tillkännager en viss räntebana men att det sedan kommer in ny information som leder fram till ett styrräntebeslut som avviker från den tidigare publicerade banan. Enligt det här argumentet skulle avvikelserna kunna uppfattas som ett misslyckande från centralbankens sida och försämra bankens trovärdighet.⁷

Men själv är jag ganska övertygad om att det är tvärtom – att kommunikationen nu blir effektivare och tydligare. Jag tror att det idag finns en bred förståelse både hos hushåll, företag och hos marknadens aktörer för att penningpolitiken måste anpassas när förutsättningarna ändras. En prognos är till naturen osäker och det i allt högre grad ju längre fram i tiden den sträcker sig. Det har vi också varit tydliga med. Vår bedömning av reporäntans utveckling som presenteras i den penningpolitiska rapporten är just en prognos. Den är inget löfte! När ny information ändrar den ekonomiska bilden måste vi förstås ompröva vår syn på hur reporäntan bör sättas framöver. Men det är knappast ett skäl till att avstå från att vara så öppna och tydliga om som möjligt om vad vi idag tror kommer att ske. Som jag sagt vid tidigare tillfällen – det vore ungefär som om SMHI skulle låta bli att publicera de femdygnsprognoser de gjort bara för att förhållandena kan ändras under tiden.

Ett annat argument mot att publicera räntebanan är knutet till marknadens funktionssätt. Det går i princip ut på att aktörerna på de finansiella marknaderna skulle kunna sluta söka annan information om de har tillgång till centralbankens prognos för räntenivån även på lite längre sikt. Hur marknaden ser på de ekonomiska utsikterna speglas normalt i de långa marknadsräntorna. Den informationskällan skulle i så fall gå förlorad och marknadens funktionssätt försämrats.

Men jag har väldigt svårt att tänka mig att marknadsaktörerna skulle sluta göra självständiga bedömningar för att vi nu publicerar vår egen syn på ränteutvecklingen. De vet lika väl som Riksbanken att vi lever i en osäker värld och att de prognoser vi gör ständigt omprövas. De har starka skäl att fortsätta att söka information via andra kanaler än Riksbanken och värdera den, även då vi publicerar vår prognos för räntebanan. På lång sikt är det naturligtvis fler faktorer än den förväntade penningpolitiken som har betydelse för räntorna. Visserligen har vi hittills bara hunnit presentera en enda egen reporänteprognos men det har inte synts några tecken på att marknaden skulle ha blivit "passiv". Det har tvärtom

■ varit tydligt att vi och vissa marknadsaktörer har haft lite olika syn på vad som är en rimlig ränteutveckling framöver. På sätt och vis är det ett tecken på att allt är i sin ordning. Det hör till sakens natur att prognosmakare gör olika bedömningar, särskilt på lite längre sikt. Så är det när man sysslar med konjunkturprognoser.

Vi har alltså gjort bedömningen att eventuella svårigheter som det nya antagandet skulle kunna föra med sig kan hanteras. Men olika typer av ränteantaganden ställer också skilda krav på vår kommunikation. En viktig aspekt av det är vad publiceringen av vår egen räntebana innebär för vårt sätt att signalera.

Signalering

Låt mig därför gå över till att prata om Riksbankens signalering. Med det menar jag, enkelt uttryckt, hur vi förmedlar våra penningpolitiska intentioner. I korthet kan man beskriva den praxis som Riksbanken tillämpat på följande sätt. Mellan de penningpolitiska mötena har de enskilda direktionsledamöterna var för sig ofta hållit tal på temat "det aktuella läget" eller liknande. Där har vi gett vår syn på den ekonomiska utvecklingen och ibland också indikerat, mer eller mindre uttryckligt, hur vi tycker att räntan bör sättas vid nästa möte. Förutsättningen har vid sådana tillfällen varit att det klart framgått att ledamöterna gett uttryck för sin personliga uppfattning. Man skulle kunna kalla det här för en sorts "pyssignalering". Det vill säga, när räntebeslutet väl fattas vid det penningpolitiska mötet ska tillräckligt med information om det redan ha "pyst ut" för att ekonomins aktörer inte ska bli överraskade. Och på det hela taget förefaller vår signaleringspolicy ha fungerat hyggligt.

Men som så mycket annat har även kraven på signaleringen ändrats över tiden. De ser idag ganska annorlunda ut än när inflationsmålet var nytt och trovärdigheten för penningpolitiken låg. Det hänger bland annat samman med att vi sedan ett antal år tillbaka är en självständig myndighet, med de krav på insyn som detta innebär. Det hänger också, som jag nyss antytt, samman med de viktiga förändringar i vår kommunikation som vi nyligen genomfört. Dessutom kan det finnas en del potentiella problem med det sätt vi tidigare har signalerat på, även om det som sagt fungerat ganska bra.

Jag tänkte i huvudsak fokusera på signaleringens tidsaspekt, det vill säga när, eller hur ofta, signaleringen sker eller bör ske. Jag vill poängtera att det jag kommer att säga här är mina egna principiella reflektioner efter drygt ett år som riksbankschef. Det är alltså inte ett uttryck för direktionens samlade syn. Vi håller för närvarande på och diskuterar de frågor jag tar upp. Att vi gör det är i sig ganska naturligt. Sedan inflationsmålet infördes har vi ju hela tiden arbetat med att förfina och utveckla sättet att bedriva penningpolitik rent allmänt. Det finns knappast någon anledning att tro att just signaleringen funnit sin slutliga form och därför är något som ska stå utanför denna förändringsprocess.

Minskat behov av signalering

De förändringar i vår kommunikation som vi gjort på senare tid har betydelse för vårt behov av signalering. I de nya penningpolitiska rapporterna publicerar vi nu den bana för den framtida reporäntan som vi tycker verkar mest rimlig. Av rapporterna ska också framgå varför vi valt just den banan. De här prognoserna för reporäntan kommer att presenteras tre gånger per år. Vid de möten då ingen penningpolitisk rapport publiceras kommer vi att göra en kvalitativ bedömning av

■ hur den senaste publicerade banan "står sig", givet den nya information som kommit in. Vi kan då kommunicera till exempel att vår bedömning inte har ändrats eller att vi nu tror att räntan kan behöva höjas eller sänkas något snabbare än vi tidigare räknade med. Våra intentioner om penningpolitiken framöver blir därmed i princip så tydliga som de kan vara. Jag menar att det här nya sättet att arbeta minskar behovet att signalera före de penningpolitiska mötena.

Principiella invändningar...

Det går också att resa en del principiella frågor kring när och hur man bör signalera. Signaleringen har ibland handlat om att vi velat förmedla att vi haft en lite annan syn på hur räntan bör sättas vid nästa möte än vad marknaden förväntat sig. I sådana lägen kan man säga att vi funnit det bättre att förbereda marknaden genom signalering några veckor före ett penningpolitiskt möte än att riskera att överraska vid själva beslutstillfället. Men det är långtifrån uppenbart att man vinner speciellt mycket på att på det här sättet "finjustera" förväntningarna över några veckor. Vi har med den uppläggnings visserligen ibland kunnat undvika starka reaktioner och indignerade kommentarer i samband med det faktiska räntebeslutet. Men man kan fråga sig hur stort värde det är med det, eftersom vi ändå ibland har fått ungefär samma reaktioner då vi signalerat det troliga räntebeslutet några veckor tidigare.

...inte minst för att vi är flera som ska enas

Många frågor kring signaleringen hänger samman med att vi är en grupp av personer som fattar räntebesluten. Riksbankens direktion är vad som brukar kallas en individualistisk kommitté.⁸ Med det menas enkelt uttryckt att direktionsmedlemmarna agerar som enskilda individer. Det gäller både när vi är ute och talar och när räntan sätts. Räntebesluten fattas genom omröstning och ledamöterna kan offentligt uttrycka om de delar majoritetens uppfattning eller inte. I så kallade kollegiala kommittéer finns istället en överenskommelse om att de enskilda ledamöternas åsikter ska underordnas gruppens samlade uppfattning. I den mån interna åsiktsskillnader finns döljs de oftast utåt och när beslut väl fattats så står alla ledamöterna bakom det offentligt.

Kombinationen av att räntebesluten fattas i grupp och att det sker en signalering mellan de penningpolitiska mötena är inte helt oproblematiskt. Anta till exempel att en enskild ledamot skulle hålla ett tal några veckor före ett penningpolitiskt möte där han eller hon ger signaler om att räntan bör ändras. Oaktat att direktionen är en individualistisk kommitté tror jag att det ibland kan uppstå osäkerhet om vem som egentligen är avsändare av signalen. Är det bara den enskilde ledamoten som redogör för sin syn eller ger han eller hon uttryck för majoritetens uppfattning?

Om olika ledamöter skulle skicka ut olika signaler om vad som bör göras vid nästa möte, kan det också uppstå osäkerhet om vem av dem man bör tro mest på. Det här är också något som i den vetenskapliga litteraturen ofta lyfts fram som en av farorna med individualistiska kommittéer – kommunikationen riskerar att bli en "kakofoni av röster", utan något tydligt budskap.⁹

■ *Beslut i god ordning*

Här kan det potentiellt uppkomma en konflikt med de krav som ställs på Riksbanken i egenskap av självständig myndighet. Myndighetsansvaret innebär att räntebesluten ska fattas i vad man skulle kunna kalla "god ordning". Det är viktigt att våra uppdragsgivare – ytterst allmänheten – har insyn i beslutsprocessen. Ett uttryck för det är att det förs ett protokoll vid de penningpolitiska mötena som strax därefter offentliggörs. Ett annat är att ordförande och vice ordförande i riksbanksfullmäktige enligt riksbankslagen har rätt att närvara vid direktionens sammanträden, vilket normalt också sker.¹⁰ De ska så att säga å allmänhetens vägnar bevaka att allt går rätt till, att besluten fattas på ett vederhäftigt sätt. Det innebär bland annat att räntebesluten inte får "invecknas" i förväg, på det sätt som jag nyss beskrev.

Åtminstone teoretiskt finns det alltså vissa problem med att signalera före de penningpolitiska mötena. Det finns risk att dels förvirra marknaden, dels "binda upp" både diskussionen vid de penningpolitiska mötena och själva räntebeslutet. Eftersom dessutom själva behovet av signalering minskat i och med de förändringar i vår kommunikation som vi nyligen gjort, finns det som jag ser det skäl att tänka över formerna för den.

Vilken slutsats landar jag då i? Ja, som jag ser det borde det i normalfallet räcka med att signalera tydligt i samband med de sju penningpolitiska möten som hålls per år. Bara i undantagsfall finns anledning att signalera före de penningpolitiska mötena. Och så har det i praktiken också fungerat på senare tid. I de fall vi ändå väljer att signalera före ett möte bör det enligt min mening vara tydligt vem som står bakom budskapet, till exempel direktionen i sin helhet. Med det här sättet att arbeta garanterar man också principen om ett ordnat och observerbart beslutsfattande som jag menar myndighetsrollen kräver.

Låt mig poängtera att det jag sagt här inte ska tolkas som att jag förespråkar en övergång från en individualistisk till en kollegial kommitté, som så att säga "lägger locket på" för interna åsiktsskillnader. De enskilda direktionsledamöterna ska naturligtvis kunna uttrycka sin egen uppfattning offentligt även i fortsättningen. Men som jag ser det bör det då lämpligen handla om att man i efterskott tydliggör och förklarar de personliga överväganden man gjort i samband med de penningpolitiska mötena. Åsiktsskillnader inom direktionen kommer ju också, precis som tidigare, att framgå av protokollen. Här tycker jag, som jag har sagt vid tidigare tillfällen, att det dessutom finns skäl att överväga att ytterligare öka genomlysningen genom att i protokollen namnge ledamöterna även i den löpande diskussionen, inte bara om de reserverat sig mot räntebeslutet. Då har man både ett ordnat beslutsfattandet och vet vem som står för vad.

Avslutning

Låt mig så runda av. Vårt sätt att arbeta har ändrats ganska mycket över tiden. Men så är det att bedriva penningpolitik. Vår omvärld är allt annat än statisk och de krav på vår verksamhet som kommer "utifrån" förändras. Inom banken försöker vi dra lärdom av våra praktiska erfarenheter och arbetar alltid för att utveckla och förbättra våra metoder. Det handlar hela tiden om att finna lämpliga tillvägagångssätt för att hantera både myndighetsrollen och samspelet med de finansiella marknaderna.

■ Ända sedan inflationsmålet infördes har transparens varit ett ledord för oss. Vi betecknas idag också som en av världens mest öppna centralbanker.¹¹ Men att komma dit vi är idag har varit en gradvis process. Det senaste steget har varit att publicera vår egen prognos för hur reporäntan kommer att utvecklas. Förhoppningsvis blir vi i och med det ännu bättre på att förklara för allmänheten och de finansiella marknaderna hur vi resonerar när de penningpolitiska besluten fattas.

Men processen slutar inte här. Vi kommer att fortsätta att söka vägar att öka vår öppenhet och tydlighet. Ett område där jag själv känner att det skulle kunna vara dags att gå vidare är formerna för vår signalering. Det gäller inte minst efter de förändringar som vi gjort på senare tid. Enligt min mening bör Riksbanken bara i undantagsfall signalera innan beslut formellt fattats vid de penningpolitiska mötena. Som jag sagt vid tidigare tillfällen tycker jag också att det kan vara lämpligt att i de penningpolitiska protokollen skriva ut namnen på de ledamöter som yttrar sig.

Syftet med de förändringar vi gör är naturligtvis i grunden att bli tydligare och mer effektiva i vår kommunikation. Att vi hela tiden har en sådan strävan är något som både aktörerna på de finansiella marknaderna och allmänheten förväntar sig av oss.

Tack!

Fotnoter

¹ Se t.ex. kapitel 1, "Through the Looking Glass: Central Bank Transparency", i Blinder, A.S., (2004), *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, Yale University Press eller Geraats, P., (2006), "Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice", *CESifo Economic Studies* 52, 111-152. Båda dessa är exempel på bra översikter om transparens i centralbanker.

² Morris, S. och H.S. Shin, (2002), "The Social Value of Public Information", *American Economic Review* 92, 1521-1534.

³ Svensson, L.E.O., (2006), "Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro Transparency, Not Con," *American Economic Review* 96, 448-451.

⁴ Se exempelvis Blinder, A.S., (2006), "Monetary Policy Today: Sixteen Questions and about Twelve Answers", paper presented at the Banco de España Conference on "Central Banks in the 21th Century, Madrid, June 8-9, 2006 och Kontulainen, J., D., Mayes och J., Tarkka, (2004), "Monetary Policy Assumptions in Central Bank Forecasts", *Bank of Finland Bulletin* 4, 2004..

⁵ De penningpolitiska beslut som centralbankerna fattar gäller dock alltid endast den aktuella nivån för styrräntan, dvs. den nivå som ska gälla fram till nästa beslutstillfälle. Men vissa undantag förekommer. Ett exempel är när Japans centralbank under en deflationskris förband sig till att hålla styrräntan på en låg nivå under en viss period. För ett annat, se pressmeddelande från Federal Reserve, Board of Governors, 12 augusti 2003.

⁶ Se Jansson, P., och A. Vredin, (2004), "Preparing the Monetary Policy Decision in an Inflation Targeting Central Bank: The Case of Sveriges Riksbank", i konferensvolymen *Practical Experiences With Inflation Targeting*, Czech National Bank, Woodford, M. (2005), "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness", uppsats presenterad vid symposium arrangerat av FRB Kansas City 'The Greenspan Era: Lessons for the Future', Jackson Hole, Wyoming, 25-27 augusti och Faust, J., och D. W. Henderson, (2004), "Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 86(4), 117-143.

⁷ Se exempelvis Giavazzi, F. och F.S., Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", *Rapporter från Riksdagen 2006/07:RFR 1*, Finansutskottet.

⁸ Se exempelvis Blinder, A.S., (2007), "Central Banking by Committee: Why and How?", *European Journal of Political Economy* 23, 106-123.

⁹ Ibid

¹⁰ Lag (1988:1385) om Sveriges riksbank, 3 kap., 3 §.

¹¹ Se t.ex. Eijffinger, S., och P. Geraats, (2006), "How transparent are central banks?", *European Journal of Political Economy*, 22, 1-21.